

Ecuador
VALORES VTC-PRONACA
 Cuarto Seguimiento

**FIDEICOMISO DE
 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS-
 PRONACA**

Calificación

Serie	Calif. Inicial	Calif. Actual
A	AAA	AAA
B	AAA	AAA

Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
Monto Emisión Autoriz. (USD)	Hasta 15 MM	Hasta 20 MM
Monto Emitido (USD)	15,000,000	20,000,000
Saldo Insoluto	7,800,000	15,000,000
Fecha Emisión	12-dic-08	12-dic-08
plazo (días)	1,080	1,530
Fecha Vencimiento	12-dic-11	12-mar-13
Periodicidad pago interés	Trimestral	Trimestral
Periodicidad pago capital	Semestral	Ver tabla**
tasa de reajuste	LIBOR*+3.50%	LIBOR*+3.75%
Forma de cálculo intereses	360/360	360/360

* Tasa LIBOR 3 meses publicada por Bloomberg. Reajuste trimestral.

** Ver título "Características de la Emisión"

Contrapartes Relevantes

Originador: Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

Fiduciaria: Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A.

Agente Pagador: Produbanco.

Estructurador Financiero: Produvalores S.A.

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Contactos

Patricia Pinto de Baus
 ppinto@bankwatchratings.com

María Sol Merino
 mariasol.merino@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez
 carlosordonez@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

FECHA COMITE: Octubre 28, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto, 2010

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a diciembre-09, estados financieros interinos a agosto-10, y de la demás información recibida tanto respecto a Pronaca como al Fideicomiso; el comité de calificación de Bankwatch Ratings, ha decidido mantener a la calificación de **las Series A y B** que emitió el Fideicomiso de Titularización de Flujos-Pronaca, en **AAA**, la que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, **"corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión"**.

Esta calificación se fundamenta en el análisis realizado por Bankwatch Ratings a Pronaca en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha así como en la estructura de la titularización y los niveles de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, los cuales se mantienen holgados frente a los requeridos por su calificación de riesgo.

La cobertura de los flujos respecto de los dividendos por pagar protege al inversionista de algunos factores como las fluctuaciones en la generación de los flujos recaudados, la calidad crediticia de los clientes y la volatilidad de las tasas de interés. Adicionalmente, se considera que la estructura de la Titularización otorga a los inversionistas de esta emisión, prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador respecto a los flujos que generen sus ventas en el futuro. Esta transacción representa una pequeña proporción de los pasivos totales del Originador.

Así mismo, la transacción mitiga el riesgo de "voluntad de pago" del Originador y desvío de fondos ya que la mayor parte de las recaudaciones de los derechos de cobro transferidos son acreditados directamente por el "cliente" a la cuenta del Fideicomiso que será manejada exclusivamente por el Agente de Manejo. Este

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



compromiso se ha formalizado a través de la instrucción irrevocable impartida por el Originador a uno de los clientes seleccionados y de la aceptación de este para cumplir con la instrucción.

Dada la fortaleza financiera del originador y de los flujos titularizados, no se han ejecutado cláusulas de retención de flujos ni de redención anticipada. Estas cláusulas protegen al inversionista al darle proactividad al Fideicomiso frente a situaciones que pudieran comprometer la continuidad del Originador como empresa en marcha y/o la generación futura de los flujos titularizados.

Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta calificadora.

▪ **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

Títulos Emitidos

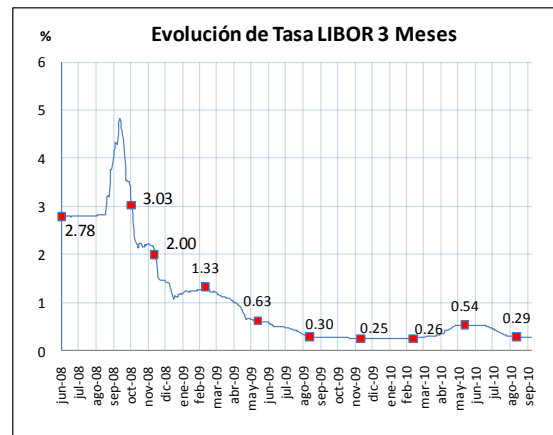
El 18 de junio del 2009 el Fideicomiso completó la colocación de valores de la serie A y B por USD 15 MM y USD 20 MM.

A la fecha de corte el Fideicomiso ha amortizado el 48% del capital de la serie A y el 25% de las Serie B. Los pagos se han realizado en tiempo y forma, quedando un saldo insoluto de las series A y B de 7.8MM y 15.5MM, respectivamente. Como hecho subsecuente se indica que en septiembre-2010 se realiza el pago de un dividendo adicional de ambas series.

Para el pago trimestral de interés de septiembre-2010, la tasa LIBOR de 3 meses de referencia para el reajuste es de 0.5371%, por lo que las series A y B pagan una tasa de interés de 4.0371% y 4.2871%, respectivamente.

La tasa LIBOR de 3 meses se mantiene por debajo de lo proyectado en la calificación inicial (4.50%), lo que beneficia al Fideicomiso al generarse un menor gasto de interés.

A continuación se muestra un grafico de la evolución de la tasa LIBOR de 3 meses.



Fuente: Bloomberg
Elaboración: Bankwatch Ratings

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso mantiene a junio-2010 depósitos e inversiones por USD 4.8MM, de los cuales USD 3.9MM son de disponibilidad inmediata y el monto restante se encuentra invertido en un depósito a plazo en Produbank con un plazo de seis meses.

Los recursos líquidos del Fideicomiso responden principalmente a la provisión para el próximo dividendo de las dos series (USD 2.7MM), al depósito en garantía (USD 685M), y al excedente por devolver al originador (USD 1.3MM)

Evolución de los Flujos y Coberturas

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere sobre los “clientes seleccionados”, los cuales representan en promedio el 16% de las ventas de la Empresa.

Estos clientes son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y han mantenido una relación comercial de varios años con PRONACA.

Dentro de estos, Corporación Favorita (Supermaxi) continúa siendo el contribuyente más importante, aportando con alrededor de 62% de las ventas de este grupo desde diciembre-08 hasta el corte de este informe. Este riesgo de concentración se mitiga por la franquicia de La Favorita, el tiempo de relación comercial con PRONACA y por el hecho de que de necesitarlo, el derecho de cobro sobre los demás clientes del Originador se transferirá al Fideicomiso automáticamente.

En el 2009 las ventas del originador muestran una desaceleración de su crecimiento (5.5% respecto al 2008, frente a crecimientos de 18% en promedio en los tres años anteriores). De todas formas, el crecimiento fortalece la estructura considerando



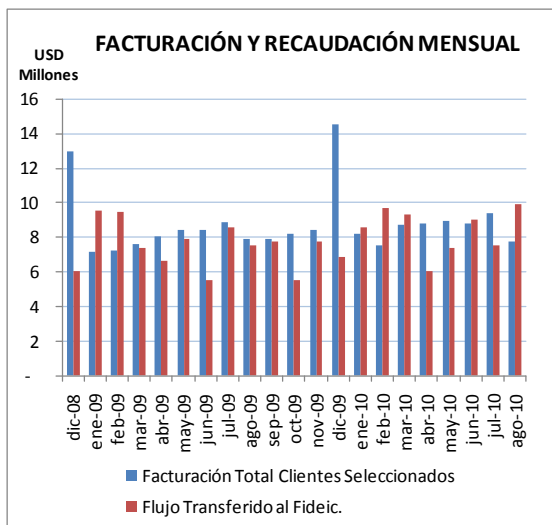
que en la calificación inicial se utilizó un escenario conservador de crecimiento de 0% en el transcurso de la vida de la titularización.

Las ventas del originador muestran un crecimiento de 3.6% frente a agosto-2009, porcentaje que contrasta con la proyección del Originador de que las ventas iban a disminuir en 4.5% frente al año anterior.

Con respecto a las ventas a los clientes seleccionados (básicamente autoservicios), estas se han incrementado en mayor proporción (7.9%), que se refleja en los flujos que ingresan al Fideicomiso en el año.

Las ventas a los “clientes seleccionados” muestran estacionalidad, registrando mayores ventas en el segundo semestre de cada año. La volatilidad existente se encuentra mitigada por los niveles holgados de cobertura existentes.

En el siguiente gráfico se muestra la facturación mensual a los clientes seleccionados y los flujos recibidos por el Fideicomiso el mismo mes:



* La facturación es sin IVA y bruta de descuentos por retenciones en la fuente, notas de crédito y otros.
 * El monto transferido al Fideicomiso se ubica en el gráfico de acuerdo a la fecha de recaudación y no al mes de facturación.
 Fuente: Pronaca y Fideicomiso.
 Elaboración: Bankwatch Ratings

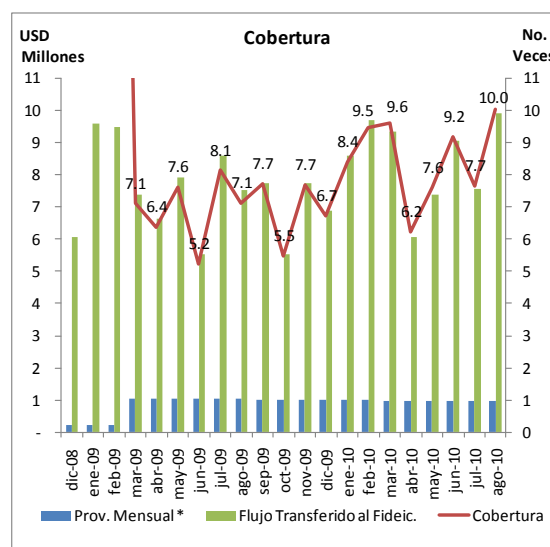
La recaudación de las ventas a los “clientes seleccionados” se realiza de acuerdo a la política de crédito de Pronaca, que es de uno a dos meses, lo que se refleja en la diferencia entre la facturación mensual y su recaudación. La diferencia se genera adicionalmente por los descuentos por diferencias de precio y/o peso, devoluciones de mercadería, y rebajas por volumen y/o promociones.

Es importante indicar que actualmente el Originador se está demorando en promedio de dos a tres semanas en transferir al Fideicomiso los

recursos recaudados, incumpliendo con lo establecido en la escritura (máximo 3 días hábiles). Este riesgo se mitiga en parte por el hecho de que La Favorita, el cliente seleccionado más importante, aporta directamente la cuenta del Fideicomiso.

Los flujos recaudados cubren holgadamente los requerimientos de provisiones para el pago de los dividendos actuales y la cobertura se mantiene holgada frente a los niveles proyectados en la calificación inicial.

Si bien la tasa de reajuste se encuentra en niveles bajos, consideramos importante medir la cobertura en un escenario más conservador. Por este motivo, a continuación se muestra un gráfico de la cobertura del Fideicomiso, que compara a) los flujos recaudados mensualmente por el Fideicomiso desde la fecha de emisión de los valores hasta la fecha de corte y b) la provisión mensual requerida asumiendo en todos los períodos incluidos la colocación total de los valores autorizados y una tasa LIBOR de tres meses de 4.50%.



*Supone en todos los períodos la colocación total de los USD 35MM y tasa LIBOR3M de 4.50%
 Fuente: PRONACA, Fideicomiso, Bloomberg.
 Elaboración: Bankwatch Ratings

También se debe recalcar que si bien el análisis de cobertura se ha realizado con los flujos que provienen del derecho de cobro a los “clientes seleccionados”, el derecho de cobro de los demás clientes del Originador pasarían a propiedad del Fideicomiso de requerirlo, de acuerdo a las condiciones suspensivas explicadas en secciones anteriores de este informe.



Evolución de los Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo que inicia con USD 10,000 y que debe ser repuesto con los flujos recaudados.

Consideramos que los gastos operacionales se han mantenido dentro de los niveles esperados y no son materiales frente a los flujos que ingresan al Fideicomiso.

▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Características de la Emisión

El Fideicomiso contempla la emisión de títulos de contenido crediticio expresados en dólares de los Estados Unidos de América, denominados “VTC-PRONACA” hasta por USD 35 millones, divididos en dos series con igual prelación. La primera colocación de valores se realizó el 12 de diciembre del 2008 por lo que, de acuerdo a lo definido en sus escrituras, esta se convierte en la fecha de emisión de todos los valores en circulación y por emitirse.

Los valores pagan interés trimestralmente y capital de acuerdo a los plazos y porcentajes siguientes:

CRONOGRAMA AMORTIZACIÓN DE CAPITAL			
SERIE A		SERIE B	
Días desde Fecha emisión	Amortiz%	Días desde Fecha emisión	Amortiz%
180	16.0%	270	12.50%
360	16.0%	450	12.50%
540	16.0%	630	12.50%
720	16.0%	810	12.50%
900	18.0%	990	12.50%
1080	18.0%	1170	12.50%
		1350	12.50%
		1530	12.50%
Total	100.0%		100.00%

Para efectos del cálculo de los intereses se toma la forma 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

La estructura de la titularización le da a la emisión prioridad de cobro sobre los flujos futuros generados por el derecho de cobro sobre los “clientes seleccionados” y, de darse las condiciones para tal efecto, sobre los “clientes adicionales” y “clientes extras” del Originador.

Descripción del Activo Subyacente

El activo subyacente está conformado principalmente por el Derecho de Cobro, el Depósito de Garantía y el Fondo Rotativo.

A) Derecho de Cobro

El Originador transfiere al Fideicomiso:

1) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de los “clientes seleccionados” a partir de la vigencia del Fideicomiso, de tal manera que al momento mismo en que la venta se produzca, el Fideicomiso será el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

Los “clientes seleccionados” son:

- **El Rosado S.A.** (Mi Comisariato), RUC # 990004196001
- **Corporación Favorita C.A.** (Supermaxi), RUC # 1790016919001
- **Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A.** (Almacenes Tía) RUC # 9900175114001
- **Mega Santa María S.C.C.**, RUC # 1792060346001
- **Magda Espinosa S.A.**; RUC #: 1791739876001

2) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el originador realice a favor de los “clientes adicionales”. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando se den uno de los siguientes hechos:

- (i) que los flujos producidos mensualmente por la recaudación de los derechos de cobro de los “clientes seleccionados” sean inferiores a 2.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de los valores de todas las series en las que se divida la emisión o,
- (ii) por decisión conjunta de la Fiduciaria y del Originador, si es que a criterio de estos es necesario para salvaguardar el cumplimiento futuro de las obligaciones del fideicomiso.

Cumplida tal condición suspensiva, el derecho de cobro de los “clientes adicionales” pertenecerá al Fideicomiso hasta que la cobertura del próximo dividendo de todas las series vigentes con los flujos provenientes del Derecho de Cobro correspondiente a los “clientes seleccionados” se restituya al menos a 4.5 veces.

Los “clientes adicionales” son:

- **Nikamar S.A** RUC# : 992312440001
- **Pronacnor Cia. Ltda.**; RUC # 1791751914001
- **Pronavalle SCCI**; RUC #: 1791748727001
- **Distribuidora Martínez Ramos S.A DISMARAN.**; 19032520001
- **Diproe S.A.**; RUC #: 1001677226001
- **Distribuidora Posso Cueva Cia. Ltda.**; RUC #: 190335100001
- **Dizomodi S.A.**; 992390875001
- **Franklin Cristóbal Cevallos Macas**; RUC # 1102767264001



- **Mariuxi Natali Jaramillo Niola;** RUC # 0703635250001
- **Green Land S.A.;** RUC # 1791844254001
- **Manuel de Jesús Jimenez Mendoza;** RUC # 1202969778001
- **Julio Eduardo Miranda Vargas;** RUC # 1706748033001
- **Sevagronor SC;** RUC # 1091705520001

3) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de los “clientes extras”. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando la sumatoria de los flujos recaudados de los “clientes seleccionados” y de los “clientes adicionales”, en el plazo de un mes después de haberse cumplido la condición suspensiva señalada en el numeral anterior, sea inferior a 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación. Cumplida tal condición suspensiva, de pleno derecho, el derecho de cobro vigente de los “clientes extras” pertenecerá al Fideicomiso y por ende será este el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación de tal derecho.

El Originador tendrá un plazo de diez días luego de cumplida esta condición suspensiva para escoger a los “clientes extras” cuyos derechos de cobro permitan generar flujos que, sumados a los flujos provenientes de los “clientes seleccionados” y “clientes adicionales” cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación. Si en dicho plazo el Originador no ha escogido a los “clientes extras”, o si los flujos que estos pueden generar, sumados a los de los “clientes seleccionados” y los “clientes adicionales”, no cubren en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo semestral de todos los valores en circulación, se entenderá cumplida una nueva condición suspensiva, con lo cual los derechos de cobro futuro que se genera a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de todo el resto de clientes del Originador pasarán a ser de propiedad del Fideicomiso y por ende, será este último el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro vigente de todo el resto de clientes del Originador.

El Originador deberá seleccionar “clientes extras” adicionales cada vez que se cumpla la condición suspensiva explicada anteriormente.

Una vez que la sumatoria de los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro correspondiente a los “clientes seleccionados” y a

los “clientes adicionales” cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación, se suspenderá la transferencia a favor del Fideicomiso de los derechos de cobro de los “clientes extras” hasta que nuevamente se produzca la condición suspensiva indicada.

B) Depósito de Garantía

El depósito de garantía consiste en recursos líquidos que el Fideicomiso mantendrá para cubrir desfases de liquidez y otros riesgos. Este comenzará con un monto de USD 806,250 y se irá ajustando en el tiempo para que su saldo represente siempre el 25% del siguiente dividendo a pagar de todas las series. De ser utilizado, este depósito será repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

El objetivo del depósito de garantía es cubrir distintos riesgos que el Fideicomiso pueda tener y que limitaran temporalmente su liquidez.

Para constituirlo, se tomará de los flujos que se generen desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de la primera colocación de los valores el 2% mensual hasta completar una suma en efectivo de USD 806.250. De ser insuficiente, la diferencia se completará con los recursos provenientes de la primera colocación de los valores.

A agosto-2010 el depósito de garantía es de USD 685M.

C) Fondo Rotativo

El fondo rotativo está compuesto por recursos líquidos por un monto base de USD 10,000 aportados originalmente por el Originador y que servirán para el pago de los gastos del Fideicomiso. Cada vez que sea utilizado, el Fondo Rotativo deberá ser repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

Orden de Prelación de Pagos

El pago de los pasivos con los inversionistas se realiza principalmente con los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes seleccionados” y, si fuera el caso, de los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes adicionales” y los “clientes extras”. De igual forma, estos flujos sirven, de requerirse, para restituir el fondo rotativo y/o el depósito de garantía a sus montos base.

El Originador actúa como agente de recaudo de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado, salvo en el caso de aquellos



provenientes de Corporación La Favorita, los cuales son acreditados directamente en una cuenta del Fideicomiso. Una vez efectivizados los fondos, el Originador tiene un plazo máximo de dos días hábiles para transferirlos a la cuenta del Fideicomiso.

A partir de las fechas en las que los perciba, la Fiduciaria debe destinar los recursos recibidos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

- 1) Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor.
- 2) Aprovisionar mensualmente un tercio del monto del dividendo siguiente a vencer de cada una de las series en las que se divida la emisión, hasta completar el monto requerido. Si en cualquier mes no se hubiere podido completar el un tercio de la provisión antes señalada, en el próximo mes deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en el mes anterior y el monto que corresponda al mes en el que se está haciendo la provisión.
- 3) Completar el depósito de garantía, en caso de que no se encuentre en el nivel requerido.
- 4) Una vez cumplidos los numerales anteriores, restituir al Originador, dentro del día hábil siguiente, los excedentes de flujos que hubiera en el Fideicomiso.

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

Retención de Flujos y/o Redención Anticipada Parcial

En caso de que se produzcan las causales para tal efecto, la Fiduciaria: (i) no devolverá el exceso de flujos al Originador hasta alcanzar un monto máximo del cien por ciento (100%) del monto pendiente de pago de capital e intereses de los valores; y, (ii) de existir recursos disponibles, podrá llamar a una redención anticipada parcial o total, según lo permita la disponibilidad de recursos en efectivo. Se aclara que el llamado a redención anticipada es una facultad de la Fiduciaria que la ejercerá estudiando las circunstancias que existan y siempre tomando en cuenta lo que fuere más conveniente para los inversionistas. El llamado de redención anticipada será obligatorio para los inversionistas y no constituirá un vencimiento anticipado de los valores.

La retención de flujos se da en los siguientes casos:

- a) Si los flujos mensuales efectivamente recibidos por el Fideicomiso por la cobranza del derecho

de cobro registran un nivel inferior a 2.5 veces la provisión requerida mensualmente para el pago del próximo dividendo pendiente de pago de los valores de todas las series en las que se divida la emisión, durante tres meses consecutivos, salvo que el Originador incluya a los “clientes extras” que permitan incrementar la relación entre los flujos mensuales proyectados y la provisión mensual requerida al menos a cinco veces. Para efecto de este cálculo, los flujos proyectados de los clientes a incluirse serán calculados como el promedio mensual de los flujos de estos clientes en los últimos 12 meses. Se aclara que la causal a la que se refiere este numeral se entenderá cumplida cuando no haya sido posible llegar a la cobertura de 2.5 veces, inclusive luego de incluir a los “clientes adicionales” y a los “clientes extras”.

- b) Si la Fiduciaria identifica que el Originador muestra una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en cuatro trimestres consecutivos. Se mantendrá la retención hasta que el Originador muestre una utilidad operativa neta y una utilidad neta en cuatro trimestres consecutivos. En este caso, y únicamente si es que no existen otras causales de retención activas, la retención se realizará por el 75% del flujo disponible para la devolución al Originador;
- c) Si el Originador ha caído en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado; y,
- d) Si el Originador es sometido a un proceso de regularización, concurso de acreedores, quiebra, disolución, concurso preventivo o liquidación forzosa u otros similares; y/o haya adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria u otros similares.
- e) Si el Originador mostrara por seis meses consecutivos un indicador de endeudamiento superior a 1.35 pero inferior a 1.50. La retención se mantendrá hasta que el Originador muestre por un trimestre consecutivo un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35.
- f) Si el Originador mostrara en un mes determinado un indicador de endeudamiento igual o superior a 1.50. Se mantendrá la retención hasta que el Originador muestre por un trimestre consecutivo un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35.

Para los puntos e) y f), el indicador de endeudamiento deberá calcularse de la siguiente forma:



Índice de Endeudamiento = (Pasivo total + contingentes + deuda adquirida por leasing) / (Patrimonio – Activos diferidos – activos intangibles)

Cabe indicar que en la fórmula anterior el saldo insoluto de los valores emitidos por el presente Fideicomiso se considera dentro del pasivo total.

La Fiduciaria realiza un seguimiento de todas las condiciones de control establecidas en los numerales anteriores (clausula 14 del Fideicomiso). A la fecha de corte de este informe, no se ha cumplido ningún causal para la declaración de redención anticipada o de retención de flujos.

De acuerdo al reporte del Administrador Fiduciario, a agosto-2010 el indicador de endeudamiento se encuentra en un nivel de 0.93, por lo que se estaría cumpliendo el resguardo establecido.

▪ **PRONACA (Originador)**

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, es una compañía del sector alimenticio dentro del campo agroindustrial que realiza actividades relacionadas con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca, en todas las etapas, esto es, producción, elaboración y comercialización.

Luego de analizar los estados financieros de PRONACA C.A., de diciembre 2009 y agosto 2010, se concluye que el riesgo de continuidad del negocio y de los flujos titularizados, es consistente con la calificación otorgada a los valores que conforman la titularización de flujos futuros que se analiza en este estudio.

La prelación que otorga la estructura planteada a los inversionistas de esta titularización y la baja proporción de esta emisión en el pasivo total del Originador, 11.6% en agosto 2010 y 16.10% en la calificación original, le dan mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros.

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de las marcas de PRONACA y la compañía como tal en el mercado ecuatoriano, así como, la representatividad e importancia de la compañía en la economía del país.

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, la primera empleadora del país, y la quinta en volumen en ventas a nivel nacional en el 2009.

Esta compañía es la cabeza del grupo económico del igual nombre, conformado por empresas que

tienen el mismo fin que la compañía origen, con excepción de un proyecto hidroeléctrico.

La administración de PRONACA está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

La mayoría de las actividades productivas y comerciales se encuentra en el Ecuador, pero también mantienen actividades de producción y comercialización de palmito en Brasil, y de productos de valor agregado en Colombia. Asimismo, está presente en Costa Rica, a través de alianzas productivas y de comercialización de palmito.

El portafolio de productos está moderadamente diversificado. La mayoría de los mercados en los que se encuentran están en etapa de madurez.

Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, competencia y al comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esta condición es en parte mitigada por su condición de líderes en varias de las categorías.

La comercialización de los productos es en el País se realiza a través de una amplia fuerza comercial y logística conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país.

El 33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en el programa denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad de pequeños agricultores mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento y un negocio seguro, de su parte la compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo.

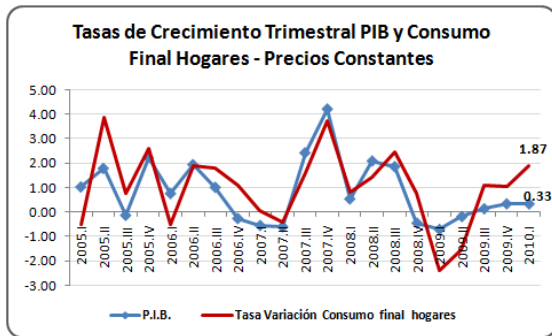
La calidad y valor agregado en sus productos, junto con la experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

A parte de la función productiva y económica, PRONACA impulsa proyectos propios educacionales y apoya a otros programas de ayuda social.

El endeudamiento de PRONACA C.A., es moderado en relación al patrimonio neto. No obstante, esto no compromete la capacidad de generar flujos.



RIESGO SECTORIAL



Fuente: BCE. Precios constantes.
Elaboración: BWR

En los países en desarrollo como el Ecuador la demanda de la industria de alimentos está sustentada por el crecimiento económico, y tiende a ser estable a través de los ciclos económicos.

En el 2009, pese a la restricción económica y del consumo de los hogares, los ingresos de la compañía aumentaron en 5.49%, demostrando la habilidad que tiene la compañía para sortear estos eventos, gracias al buen posicionamiento que tienen varios de sus productos dentro del mercado.

En agosto 2010, 37.8% de los ingresos de la compañía provienen de la línea de aves y el 8.7% de la línea de cerdo. El mercado de aves en pie y carne de ave y cerdo troceada se encuentran en etapa de madurez. Las dos líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio y la capacidad adquisitiva de los consumidores.

La principal competencia de la carne de pollo, de cerdo, huevos y arroz es el sector informal (sin marca). En embutidos y mermeladas la principal competencia son empresas locales. Para salsa de tomate, mayonesa y alimentos balanceados tiene como competencia producción local e importada.

Se espera menor competencia de productos importados especialmente en las líneas de alimentos balanceados y conservas, durante el 2010, por el incremento de aranceles de importación que decretara el gobierno en el 2009.

PRONACA considera como sus fortalezas para enfrentar las condiciones de mercado, contar con una amplia red comercial, reconocimiento de sus marcas y la capacidad para realizar campañas de recuperación de mercado.

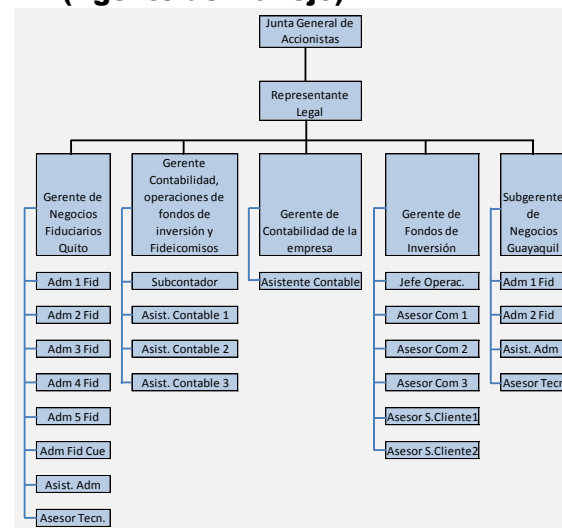
Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, embutidos y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo,

recuperarían mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

Impulsarán las ventas de carne de cerdo, pescado, alimento balanceado mascotas y conservas, por tener representaciones de mercado interesantes y manejar márgenes mayores a las otras líneas.

En lo que se refiere a las líneas de negocio donde el margen es reducido, como el arroz, pero que han alcanzado buena posición en el mercado y en razón de que existe una importante demanda insatisfecha, la estrategia es ampliar el volumen de producción.

Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. (Agente de Manejo)



La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de la presente titularización. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción, cuya cabeza es Banco Produbanco; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local.

Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del primero de julio de 1994. Mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006 del 18 de octubre del 2002 Produfondos es autorizada para actuar como



Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Profundos cuenta con personal técnico, una administración con experiencia, y respaldo del grupo financiero al que pertenece. Con respecto a su infraestructura tecnológica, utiliza el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Al momento la institución administra cinco titularizaciones de flujos, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

Consideramos que la empresa posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.



ANEXO 1

ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.
INFLACIÓN ANUAL				
	marzo de 2010		abril de 2010	
IPC	3.4%		3.2%	
IPP	5.2%		5.5%	

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM
2010	6%	2.50%	2.50%	1.80%

Consideramos que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento. Nuestra opinión se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

Los indicadores más recientes muestran una ligera recuperación de la Economía a partir de marzo de 2010, tendencia que se espera se mantenga durante el año. La industria reporta mayor producción, el comercio mayores ventas, y el crédito en los bancos empieza a reactivarse.

Las importaciones crecen también de manera importante tanto en cuanto a bienes de consumo como en cuanto a insumos para la producción.

Esta reactivación sin embargo no incluye a las exportaciones privadas ya que el mercado internacional no ha recuperado el dinamismo anterior al 2008 y por lo tanto el crecimiento de las exportaciones privadas es más lento que el de la economía interna. Estas crecen al mismo ritmo que la inflación.

Motivos de incertidumbre en cuanto a las ventas al exterior son la relación de las principales monedas del mundo y los tipos de cambio de las monedas de Latinoamérica.

El dólar ha seguido fortaleciéndose en relación al euro; en mayo tuvo una caída particularmente importante. La situación económica de la Unión Europea y una mayor caída del euro podrá convertirse en una debilidad competitiva para las exportaciones ecuatorianas, en la medida en que se vayan ajustando las otras monedas de la región.

Tal como sucedió con los Estados Unidos, Ecuador se mantuvo al margen del TLC acordado por Colombia y Perú con la Unión Europea. El gobierno ecuatoriano propone negociaciones especiales con las economías más importantes del mundo lo cual consideramos poco probable.

Mientras tanto y en el corto plazo los principales productos de exportación ecuatorianos continuarán beneficiándose de las preferencias unilaterales. Si dichas preferencias no se prorrogan, las exportaciones ecuatorianas tendrán desventajas competitivas en relación a Colombia y Perú.

La recuperación de la economía ecuatoriana a partir de marzo de 2010, se sustenta en la permanente inyección de fondos por parte del gobierno. Dichos fondos provienen de algunas fuentes: desembolso de un crédito de la CAF por USD362M, recaudación tributaria que con respecto a abril del año anterior creció en 14.5%, mayores ingresos generados por los altos precios del petróleo que en abril se ubica en USD75.3 promedio mes por barril y el crecimiento de la deuda interna.

La mayor recaudación tributaria obedece a: tasas más altas de los impuestos indirectos, más eficiencia en la recaudación, e impuestos extraordinarios a los ingresos petroleros. Los ingresos netos por impuesto a la renta se redujeron en 5.9% en consistencia con los malos resultados del 2009.

Los altos precios del petróleo compensaron holgadamente la reducción en la producción nacional (-18% en relación al primer trimestre del 2009) permitiendo generar un superávit en la balanza comercial en marzo e incluso para los últimos doce meses.

En el primer trimestre la deuda interna termina con el mismo saldo que en 2009, pero en mayo el gobierno emite bonos por USD1.500 millones colocados en su mayor parte al IESS (USD550 millones de largo plazo).

La mayor parte de los ingresos se gastaron, incluyendo fondos de la reserva monetaria, reduciendo las cuentas atrasadas al sector público. Esto, y los créditos del gobierno con fondos del BCE a la banca pública fomentaron el crecimiento de depósitos en el sistema financiero y la consecuente originación de crédito.

Se está rezagando el gasto de inversión y capital para el 2010. Alcanzar los niveles presupuestados por el gobierno (USD5000 millones) dependerá de que se mantenga el precio del petróleo y de la habilidad del gobierno para conseguir fuentes externas de financiamiento.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. Si bien el riesgo en cuanto a la sostenibilidad de la política fiscal se mantiene, consideramos que el riesgo de liquidez se lo ha transferido para el próximo año.